

SORTIE DE L'EURO : LES PETITS PAIERONT !



Par Terra Nova

Le 16 mars 2017

Le Front national a fait de la sortie de l'euro l'un de ses thèmes de campagne en se prévalant de l'intérêt des classes populaires pour justifier la restauration de la souveraineté nationale en matière monétaire.

La sortie de l'euro serait pourtant loin de servir les intérêts des classes populaires dont le FN a fait sa cible privilégiée : elle leur serait même extrêmement défavorable. Car, dans ce cas, ce sont bien « les petits qui paieront », au côté des classes moyennes, et ce via un quadruple canal : le renchérissement des biens importés, l'augmentation de la charge de la dette publique, la perte de valeur de l'épargne et enfin les dommages causés à l'économie par une nouvelle crise financière qui pèserait négativement sur les perspectives de croissance et d'emploi.

UNE PERTE DE POUVOIR D'ACHAT POUR LES MENAGES MODESTES

Les hypothèses de dévaluation consécutive à une réintroduction de la monnaie nationale varient entre 15%, pour les économistes qui raisonnent sur les « fondamentaux », et 40%, pour ceux qui s'attachent davantage à la dynamique des flux de capitaux. Prenons pour hypothèse optimiste qu'une sortie de la monnaie unique se traduirait assez rapidement par une dévaluation de 15 à 20% de la nouvelle monnaie nationale¹ (très probablement un nouveau « franc », appelons-le le « franc Le Pen », dont le Front national ne précise pas s'il serait entièrement flottant ou si l'on tenterait de l'enserrer dans une parité ajustable avec les monnaies voisines)². Quels en seraient les effets à court et moyen terme ?

D'abord un **renchérissement du prix des biens importés**, phénomène qui concernerait l'ensemble des ménages, notamment ceux dont le pouvoir d'achat est déjà fragilisé. Aujourd'hui, la consommation des quelque 30 millions de ménages français s'élève à environ 1 200 milliards d'euros par an. Le contenu en importations de la consommation des ménages se situe *a minima* autour de 15% et plus probablement trois à quatre points au-dessus³. Une dévaluation de 18% du franc par rapport à l'euro, par exemple, conduirait à un renchérissement de 22% de la valeur de ces biens importés⁴, à quoi il faut ajouter la taxe de 3% sur les importations que le Front national souhaite mettre en place. Cela entraînerait au total **une hausse des prix d'environ 3,75% à 4,5% sur l'ensemble de la consommation des ménages** (selon que l'on retient un contenu en importations de 15% ou de 18%), soit une addition de 45 à 54 milliards d'euros si le niveau de ces importations restaient stables. Répartie sur 30 millions de ménages, **la facture pourrait donc se situer entre 1 500 et 1 800 euros par ménage et par an.**

¹ L'Institut Montaigne anticipe une dévaluation de 15%. Certains acteurs tablent plutôt sur 24 à 28% (voir par exemple Eric Chaney, « Sortie de l'euro : faillites en chaîne et confiscation de l'épargne », *Telos*, 14 mars 2017). D'autres encore évoquent une dépréciation de 43% (Voir Mathilde Lemoine, « Retour au franc : une perte de souveraineté », *Agefi*, 9 mars 2017).

² Nous faisons pour le moment l'hypothèse que l'euro se maintiendrait chez les autres membres de la zone euro, ce qui est peu vraisemblable en réalité. Mais l'évaluation des impacts d'un éclatement de la zone euro du fait de la sortie de la France est quasiment impossible : le franc se déprécierait vis-à-vis de certaines monnaies (le Mark par exemple), mais s'apprécierait par rapport à d'autres, entraînant toutes sortes d'effets de bilan et d'impacts sur la compétitivité relative de l'économie française par rapport à ses voisines. Quant aux effets sur les taux d'intérêt, ils seraient tout aussi imprévisibles.

³ Le calcul du contenu en importations de la consommation des ménages repose sur des méthodes et des hypothèses complexes. Le chiffre avancé par le Front national (15%) est assez proche de celui que donne le rapport Angels (rapport au Sénat de Bernard Angels, « La Relation entre consommation des ménages et importations », 2009). En se fondant sur les données du Tableau entrées-sorties (TES) de la comptabilité nationale et en suivant une autre méthode, la DGTPE était arrivée au chiffre de 18,5% en 2006 (Trésor-Eco, n° 6, décembre 2006) ; dans les séries qu'elle présentait alors, jamais le contenu en importations de la consommation des ménages n'était descendu en-dessous de 16,5% depuis 1978. Compte tenu de l'évolution du taux d'ouverture de l'économie française, de sa compétitivité et de sa balance commerciale, il n'y a pas beaucoup de raisons de penser que le contenu en importations de la consommation des ménages ait pu diminuer très sensiblement ces dix dernières années.

⁴ Si le franc est dévalué de 18%, 1 franc = 0,82 euro, donc 1 euro = 1,22 franc, soit un renchérissement de 22% des biens importés.

On peut être bien sûr plus optimiste : avec une dépréciation de 15% seulement et une réduction de deux points de la part des importations dans la consommation des ménages (si les prix des produits importés augmentent, on peut penser qu'ils se vendront moins bien⁵), le choc inflationniste se situerait alors 2,7% et 3,3%, soit une addition de 32 à 39 milliards d'euros ou encore 1 066 à 1 200 euros par an et par ménage.

Mais on peut aussi être plus pessimiste : une dévaluation de 20% et une stabilité de la part des importations dans la consommation des ménages (à 18%) entraîneraient, sur les mêmes hypothèses (c'est-à-dire y compris la taxe de 3% sur les importations), un choc inflationniste de 8,3%, soit une addition de 99 milliards d'euros ou encore 3 000 euros par ménage et par an.

1 066 à 1 830 euros, pour en rester aux hypothèses les moins pessimistes, ce n'est certes qu'entre 1 et 2% du traitement annuel brut d'une députée européenne comme Marine Le Pen. Mais c'est aussi **entre 7 et 12% d'un Smic net à temps plein** (1 141 euros par mois, soit 14 833 euros annuels) ; entre 6,5 et 11,5% des revenus bruts annuels d'un retraité moyen (15 672 euros) ; entre 11 et 19% des revenus d'un retraité seul au minimum vieillesse (9 612 euros)... Ou encore entre **90 et 150 euros de pouvoir d'achat en moins** par mois pour un salarié du milieu de la distribution des revenus (le salaire médian net est de 2 200 euros environ). Au total, Marine Le Pen administrerait aux ménages une potion encore plus amère que celle qu'elle dénonce chez son concurrent de droite François Fillon : l'augmentation de deux points du taux normal de TVA proposé par le candidat LR, par exemple, représenterait en effet une perte moyenne de 36 euros par mois pour un revenu net de 2 200 euros.

Bien sûr, tous les ménages ne consomment pas la même quantité de produits importés : la part des importations directes dans les dépenses des ménages est même plutôt plus faible dans les premiers déciles de revenu que dans les derniers. Mais certains de ces produits importés figurent en bonne place dans le panier de consommation des ménages modestes (en particulier dans le champ de leurs « dépenses contraintes » dont le poids détermine leur revenu réellement disponible) et grèveront de façon plus que proportionnelle leur pouvoir d'achat. Au total, l'opération fera **croître leur taux d'effort pour se déplacer, se chauffer, se nourrir ou se vêtir**. C'est bien sûr le cas des produits pétroliers (essence, gazole, fuel domestique), mais aussi d'une partie des dépenses d'habillement (chaussures, vêtements...), d'alimentation (cacao, café, etc.), de télécommunication (téléphones portables...) et d'équipements informatiques (ordinateurs...)⁶, pour ne donner que quelques exemples. D'une manière générale, la part des importations de produits alimentaires et d'énergie dans la consommation des ménages est plus forte dans les premiers déciles de revenu que dans les derniers. A quoi devront donc renoncer les plus modestes de nos concitoyens pour faire face à ces évolutions alors que leurs dépenses contraintes sont déjà lourdes et que certains d'entre

⁵ L'Institut de l'entreprise, par exemple, imagine une élasticité prix des importations de 10 à 20%.

⁶ Selon des données qui mériteraient d'être réactualisées (données Insee et calculs de l'OFCE recueillies dans le rapport au Sénat de Bernard Angels, « La Relation entre consommation des ménages et importations », 2009), le taux de pénétration des importations corrigé des réexportations dépasse 37% dans le secteur « Combustibles et carburants », 40% dans le secteur « Habillement, cuir et textiles », 36% dans le secteur « Industrie des équipements du foyer & équipements électriques et électroniques » (mais il est bien sûr très nettement supérieur concernant des produits comme les téléphones portables ou les ordinateurs)...

eux ont du mal à boucler leurs fins de mois ? De fait, la sortie de l'euro aurait d'abord un effet d'appauvrissement des travailleurs modestes, des classes moyennes inférieures et des retraités.

Le Front national répond que tout cela n'a aucune gravité car une dévaluation devrait faire reculer les importations et favoriser les exportations, en pénalisant la compétitivité-prix des premières et en augmentant celle des secondes. Et finalement, pense-t-il, les produits domestiques se substitueraient aux produits importés. Ces mécanismes risquent en réalité de rester très discrets, voire inexistantes. Tout d'abord, ils ne changeraient en rien notre dépendance à l'extérieur pour un très grand nombre de matières premières qui ne sont pas disponibles en France. Ensuite, si le prix des biens importés augmente, le prix des mêmes biens produits en France tendra probablement à augmenter aussi (si une Volkswagen coûte plus cher, Renault et PSA augmenteront certainement aussi un peu leurs prix pour capter une part de cette marge) ; dit autrement, l'inflation importée risque fort de « contaminer » les prix de la production locale dans de nombreux secteurs. Mais surtout le commerce mondial a beaucoup changé ces dernières décennies : il consiste davantage dans l'échange de pièces, de composants et de biens intermédiaires le long de chaînes de valeur très segmentées qui prennent la forme d'un grand lego productif globalisé. Ainsi, lorsque le secteur automobile redémarre, les constructeurs domestiques voient leurs importations augmenter. Idem dans l'aéronautique où les deux tiers des composants d'un Airbus sont importés. Bref, dans un contexte où il est le plus souvent devenu illusoire d'avoir 100% d'une chaîne de valeur sur le territoire national, les entreprises locales auraient donc toujours besoin d'importer pour produire, mais elles importeraient plus cher du fait de la dévaluation. Du coup, **la dévaluation reviendrait surtout à casser des chaînes de valeur et risquerait fort de renchérir le prix final du produit plutôt que de le réduire.**

Pour les mêmes raisons, les effets de substitution mettraient en réalité très longtemps à voir le jour : la réorganisation des chaînes de valeur industrielle issues de la mondialisation a mis plusieurs décennies à se mettre en place et ne peut être effacée d'un claquement de doigts le temps d'un quinquennat. Les chaînes de valeur très segmentées du commerce mondial ont en effet considérablement affaibli la substituabilité entre importations et productions nationales tout simplement parce qu'il y a une grande quantité de choses que nous ne savons plus faire ou que nous ferions moins bien ou moins efficacement, et qu'en tout état de cause, nous ne pourrions réapprendre que très lentement. Enfin, les prix des produits domestiques ne seraient – dans le meilleur des cas – pas nécessairement moins chers (coût du travail plus élevé, moindres savoir-faire dans de nombreux domaines, moindre exposition à la concurrence, etc.).

Du côté des exportations, le Front national compte que nous deviendrions plus compétitifs en prix vis-à-vis de nos voisins, et que nous exporterions davantage. Cet effet viendrait peut-être compenser une petite partie de l'impact sur nos échanges extérieurs du renchérissement des importations. Mais une petite partie seulement, pour plusieurs raisons. D'abord parce que nous ne serions pas à l'abri de dévaluations chez nos concurrents, surtout si, comme il est probable, la sortie de la France de l'euro entraînerait son éclatement (on pense notamment aux pays du Sud de l'Europe). Ensuite parce que pour exporter plus, il faut investir – souvent d'ailleurs en produits importés – et pour cela accéder à bon prix au marché des capitaux, ce que la dévaluation rendra impossible (voir infra). Et de toutes façons, en pouvoir d'achat, un éventuel rebond des exportations ne profitera pas d'abord aux plus faibles, mais à ceux qui travaillent pour l'exportation et le marché international : les plus qualifiés, ceux qui parlent anglais, etc.

Au total, **la stratégie de dévaluation compétitive défendue par le Front national risque fort d'être un leurre**. Le passé récent en a d'ailleurs souligné l'inefficience : les divers mouvements de dépréciation de l'euro face au dollar et à d'autres monnaies au cours des quinze dernières années n'ont pas permis de réduire notre déficit commercial de façon significative⁷ ni d'améliorer la situation de notre système productif.

Par ailleurs, nous raisonnons ici sur les effets d'une dépréciation de la monnaie nationale sur la consommation des ménages comme si ces ménages n'allaient pas porter aussi une grande partie des effets de cette dépréciation sur l'ensemble de la consommation, c'est-à-dire y compris celle des entreprises et des administrations publiques. Or c'est bien ce qui se passerait. Raisonnons autrement pour le comprendre.

Selon le Tableau entrées-sorties (TES) de la comptabilité nationale, en 2014, le montant des importations de biens et services de la France s'est élevé à 662 milliards : 549 milliards de produits « physiques » (appelées « biens » : pétrole, ordinateurs...) et 114 milliards de services (assurances, brevets...)⁸. La même année, les branches produisant des produits « physiques » (agriculture, raffinage, avions...) ont réalisé un chiffre d'affaires TTC de 2 240 milliards. Les importations ont donc représenté près de 25 % de l'activité nationale des branches produisant des biens⁹. Supposons que, demain, la monnaie nationale se déprécie ou soit dévaluée ne serait-ce que de 10 %. Importer les mêmes biens qu'en 2014 coûterait donc environ 60 milliards de plus. Qui devrait les payer ?

Il y a en théorie trois candidats possibles : les ménages, les entreprises et les administrations. Sauf que les entreprises, si elles doivent payer plus cher ce qu'elles importent pour produire, répercuteront probablement le coût supplémentaire sur leurs clients : ménages, bien sûr, mais aussi administrations (les médicaments pour les hôpitaux, par exemple) et... exportations destinées aux étrangers. De même, les administrations, qui paieront plus cher ce qu'elles achètent, devront augmenter les impôts payés par les ménages et les entreprises, lesquelles augmenteront alors leurs prix. Bref, il ne reste au bout du compte que deux payeurs potentiels : d'abord les ménages, en raison des hausses de prix et d'impôts engendrées directement ou indirectement par l'augmentation des coûts d'importation ; ensuite les acheteurs de produits français exportés. Ces derniers représentent 23% de la demande finale. Ce qui veut dire qu'à terme, les ménages devraient payer 77 % du surcoût, soit 46 milliards. Un chiffre à comparer aux 549 milliards de biens importés en 2014, soit une hausse des prix des biens de 8,4% en moyenne. Si la dépréciation est de 20 %, il faudra plus que doubler la note. Bref, retenons ce chiffre : **une dépréciation de la monnaie nationale ne serait-ce que de 10 % devrait se traduire par une hausse de plus 8% du prix moyen des biens achetés par les ménages (construction comprise)**. On mesure, à la lumière de ces estimations, le caractère volontairement très optimiste et très conservateur des chiffres avancés dans les premières pages de cette note : même en étant prudent, on peut affirmer qu'une sortie de l'euro se traduirait par une baisse importante du pouvoir d'achat des ménages.

⁷ Un triste record a même été battu en janvier dernier avec 7,9 milliards d'euros de déficit, alors même que l'euro était revenu non loin de la parité avec le dollar.

⁸ Pour accéder au TES : <https://www.insee.fr/fr/statistiques/2383687?sommaire=2383694#titre-bloc-72>, tableau 9300, année 2014.

⁹ Dans les biens, nous avons inclus la branche des transports en raison de sa forte dépendance aux carburants.

L'EXPLOSION DES TAUX D'EMPRUNT

La sortie de l'euro aurait également des effets sur les classes populaires et moyennes via son incidence sur le poids de la dette publique. Avant l'institution de la monnaie unique, la France empruntait à dix ans sur les marchés à des taux nettement supérieurs à ce qu'elle connaît aujourd'hui. L'écart de taux avec l'Allemagne (le « *spread* ») était de 1,9% (ou 190 points de base)¹⁰ dans les années qui ont précédé le Traité de Maastricht (1986-1992). Cet écart de taux couvrait pour les investisseurs un risque de dévaluation tendancielle moyenne de 1,9% par an, qui correspondait aux anticipations dans un régime de changes fixes mais ajustables ; il pourrait être beaucoup plus élevé dans un contexte de flottement général des monnaies européennes et de délitement de la coopération régionale.

En 2016, le *spread* n'était plus que de 0,4%, soit une baisse de 1,5 point liée à l'institution de la monnaie unique et à la gestion des taux directeurs par la Banque centrale européenne¹¹. **Une sortie de l'euro, entraînant une redénomination probable de la dette publique en francs, provoquerait immédiatement une hausse des taux d'intérêt pour compenser la dévaluation attendue**, sans compter des doutes considérables sur les marchés financiers concernant notre pays, sa solvabilité et la qualité de sa signature (l'augmentation récente du *spread* français du fait de l'inquiétude des marchés face à la campagne présidentielle prouve qu'ils sont loin d'être sereins). La France reviendrait au mieux à la situation antérieure au Traité de Maastricht et plus probablement à une situation nettement plus difficile, avec des taux d'intérêt de 2 à 3% supérieurs à ce qu'ils sont aujourd'hui¹². Or, sauf à résorber instantanément ses déficits, la France aura besoin d'emprunter et restera étroitement dépendante des marchés financiers.

Prenons l'hypothèse la plus optimiste. Si les taux d'intérêt à 10 ans sur la dette française étaient majorés de 1,5 point (donc, si le *spread* avec l'Allemagne était porté à 1,9% au lieu de 0,4% en 2016), **la charge de la dette publique augmenterait de 30 milliards d'euros par an à terme**, selon le gouverneur de la Banque de France¹³. « A terme » signifie ici au terme d'un refinancement intégral de la dette française ; dit autrement, la charge de la dette française augmenterait progressivement

¹⁰ Pour plus de simplicité, nous adoptons ici et par la suite la formulation en %, moins correcte mais plus intuitive pour le lecteur.

¹¹ Le programme de « *quantitative easing* » et le fameux « *Whatever it takes* » de Mario Draghi ont notamment permis de maintenir des taux très bas ces dernières années.

¹² Le *spread* français était monté à 0,7% début mars 2017. Sa progression est due pour l'essentiel à la conjoncture politique, ce dont témoignent les indicateurs de volatilité en lien avec les risques politiques qui avaient atteint leur plus haut niveau historique sur la France dans les dernières semaines avant cette date. Le niveau du *spread* correspond à l'espérance mathématique de perte sur la dette française. En ce sens, il est cohérent avec les probabilités des bookmakers sur le marché des paris : 25% (probabilité d'élection de Marine Le Pen et de conversion de la dette en francs) x 25 à 30% (milieu de fourchette de dépréciation en cas de réintroduction du franc) = 7% d'espérance mathématique de perte sur une dette française à 10 ans, nécessitant une prime de 0,7% par an. Ce calcul sommaire est intéressant car il montre que le jour où la probabilité de la redénomination passe par exemple à 90/100% (hypothèse où Marine Le Pen est élue), le *spread* devient 2,5 à 3%.

¹³ Déclaration de François Villeroy de Galhau, gouverneur de la Banque de France, le 13 février 2017 sur France Inter.

pendant sept à huit ans (sa maturité moyenne) pour atteindre un surcoût final d'environ 30 milliards d'euros par an, toutes choses égales par ailleurs.

Pour financer ce surcoût, il faudrait alors soit couper dans les dépenses publiques, soit augmenter les impôts, soit mixer ces deux options, la solution consistant à émettre davantage de titres de dette publique paraissant irréaliste au regard de la situation de défiance dans laquelle les marchés accueilleraient un programme d'émission complémentaire. **La première méthode nuirait principalement à ceux qui ont le plus besoin des services publics**, ceux qui ne sont absolument pas en situation de payer une école privée à leurs enfants ou de prendre en charge une part croissante de leurs frais de santé, c'est-à-dire les plus pauvres. La seconde solution nuirait à ceux qui sont assujettis à l'impôt, c'est-à-dire tout le monde dans le cas d'une hausse de la TVA, ou encore la moitié la plus aisée de la population dans le cas d'une hausse de l'impôt sur le revenu (les recettes actuelles de l'impôt sur le revenu étant d'environ 72 milliards d'euros, il faudrait par exemple augmenter cet impôt de 40% pour financer 30 milliards de surcoût sur la charge de la dette, alors même que le Front national propose de le baisser). La troisième solution (le mix) aboutirait à mettre à contribution principalement les ménages modestes et moyens, ceux précisément dont le Front national prétend défendre les intérêts et auxquels il finirait par imposer en réalité une cure d'austérité.

Encore une fois, une augmentation des taux de 1,5 point est une hypothèse optimiste, notamment si l'on compare avec ce qu'ont connu des pays comme l'Espagne ou l'Italie lorsqu'ils ont été exposés à des spéculations sur leurs dettes en 2011-2012 : leur *spread* est alors monté à 4,3% en 2012 pour l'Espagne contre 1,15 % en 2016, et à 3,9% en 2012 pour l'Italie contre 1,6% en 2016. Et encore ces pays n'étaient pas sortis de l'euro, et n'étaient pas gouvernés par un parti extrémiste : ils étaient seulement confrontés au doute des investisseurs sur leur capacité à mettre en œuvre le programme d'ajustement qui leur permettait de rester au sein de l'euro, ce à quoi ils sont finalement parvenus. **Une majoration, plus pessimiste mais aussi plus vraisemblable, de 3 points aboutirait dans le cas français à une ardoise de 65 milliards par an à terme**, soit l'équivalent d'environ 80% des dépenses actuelles de l'Education nationale.

EFFETS SUR LA DETTE PUBLIQUE : LE POIDS DE LA DETTE RISQUE DE DEVENIR INSOUTENABLE

Ces perspectives reposent sur une autre hypothèse optimiste, celle où le stock des 2 160 milliards d'euros de dettes accumulés par la France ne se renchérit pas lui-même du fait de la dévaluation de la monnaie nationale. En effet, **si la dette française continuait à être libellée en euros, elle se renchérirait du niveau de la dévaluation** : pour le dire autrement, une dévaluation de 18% entraînerait un renchérissement de la dette de 470 milliards ; et dans l'hypothèse d'une dévaluation de 15%, de 380 milliards. Les prêteurs en seraient sans doute soulagés, à commencer par les Français ayant contracté une assurance-vie qui sont bien souvent les détenteurs en dernier ressort de la dette publique détenue par des résidents nationaux (soit 40% du total).

Mais ce n'est pas le scénario privilégié par le Front national qui souhaite convertir l'intégralité de la dette française en monnaie nationale au titre de la *Lex monetae*¹⁴. A supposer que cette redénomination soit possible sur l'intégralité de la dette (ce qui appelle vérification¹⁵ et, dans tous les cas, au minimum le vote d'une loi organique, sinon un referendum¹⁶), il reviendrait à un **défaut sur nos engagements vis-à-vis de nos créanciers**. Il serait en tout cas interprété comme tel par l'ensemble des investisseurs internationaux, qui détiennent plus de la moitié de notre dette : ceux-ci ont en effet accepté des taux très bas, aujourd'hui presque nuls, parce qu'ils considéraient la dette française comme un actif sûr, un refuge ; le contrat avec eux était en euros, et pas en francs Le Pen, monnaie qui n'existait pas au moment de l'émission. De ce point de vue, ils sont dans une situation totalement différente des prêteurs d'avant l'euro, car ces derniers savaient qu'ils seraient remboursés en francs qui pouvaient être dévalués, et ils négociaient les taux en conséquence. C'est pourquoi d'ailleurs les agences de rating ont prévenu qu'une redénomination de la dette publique serait interprétée par elles comme un défaut de paiement : la dette française descendrait alors de 16 rangs et passerait de AA à CC, c'est-à-dire un « *junk bond* ».

Nul doute que les prêteurs feraient alors tout leur possible pour s'opposer à la redénomination et que de longs contentieux juridiques seraient engagés¹⁷. Mais, quelle que soit l'issue de ces contentieux, le Front national porterait alors la responsabilité d'une défiance accrue des marchés financiers à l'égard des titres souverains français. **Les prêteurs disposés à financer l'Etat français exigeraient en conséquence des taux beaucoup plus élevés pour le faire**. Le risque ultime étant, pour une période plus ou moins longue, une fermeture des marchés financiers à la France qui serait alors contrainte à un ajustement budgétaire brutal et particulièrement violent.

Mais qu'importe. Le Front national a la parade : il ferait alors financer la dette française par la Banque de France et sa « planche à billets ». Ce scénario qui impliquerait l'abrogation de la loi de 1973¹⁸ aventurerait le pays sur une pente inflationniste particulièrement savonneuse. Comme il n'existe pas de limite théorique à la taille du bilan de la banque centrale, il n'y aurait pas de limite non plus à la quantité de dette achetée par cette dernière et donc une quantité potentiellement illimitée de francs se trouverait en circulation. Ou en tout cas une quantité de francs créés sans création équivalente de richesse puisque cette création monétaire viserait à refinancer et payer les intérêts de la dette. Cette

¹⁴ Selon ce principe de droit international, un contrat de droit national doit être réglé dans la monnaie ayant cours dans le pays concerné et les Etats ont la compétence exclusive pour définir leur monnaie. Ainsi, lors du passage de l'ECU à l'euro en 1999, un contrat antérieur à 1999, et stipulant un paiement en mark, par exemple, impliquait un paiement en euro, quels que soient les pertes ou les gains associés à cette redénomination.

¹⁵ Selon des données le plus souvent citées mais jamais confirmées formellement, 97% de la dette souveraine française serait souscrite en droit français et donc susceptible, au titre de la *Lex monetae*, d'être convertie en monnaie nationale après une sortie de l'euro. Voir le papier de Jens Nordvig pour la banque japonaise Nomura : <https://policyexchange.org.uk/>

¹⁶ Il est en effet stipulé dans l'article 26 de la LOLF que « les emprunts émis par l'Etat sont libellés en euros ». Il faudrait donc une autre loi organique pour amender celle-ci.

¹⁷ Selon Eric Chaney (art. cité), « depuis 2013, les titres de dette de maturité supérieure à un an émis par le Trésor français sont assortis d'une clause d'action collective (CAC) qui conditionne toute 'modification des termes du contrat d'émission' à un accord de 75% des créanciers. A moins que l'Etat ne décide de suivre l'exemple grec de 2012, c'est-à-dire de modifier de façon rétroactive les termes de sa dette, il y aura là un sérieux écueil, puisqu'environ 40% de la dette publique est aujourd'hui assortie de CAC ».

¹⁸ La loi du 3 janvier 1973 qui limite strictement le financement de l'Etat par la Banque de France.

déconnexion éminemment inflationniste aurait des effets absolument délétères, notamment sur les ménages les plus modestes qui n'auraient pas les moyens de se couvrir contre la hausse des prix.

Mais si une politique autoritaire peut s'exonérer des contraintes budgétaires, en faisant émettre de la monnaie par une banque centrale nationale, **elle ne peut pas s'exonérer d'un autre équilibre, qui s'impose lui aux bornes de la Nation : l'équilibre de la balance des paiements.** Car la banque de France peut créer autant de francs que lui demande Madame Le Pen, mais elle n'a pas le pouvoir de créer des dollars, des yens, des marks, des livres, etc. Or ces devises, la Nation en a besoin. D'abord pour payer ses importations, puisque nos exportations ne suffisent pas à les équilibrer. Ensuite pour payer ce qu'il restera à verser aux créanciers étrangers de l'Etat et des entreprises : à chaque tombée de dette, ceux-ci ne recevront pas des francs, mais la contrepartie en devises de ce que vaudra le remboursement de notre dette en francs. Et enfin il faudra des devises pour couvrir la fuite des capitaux qui aura lieu massivement dès le départ et qui perdurera même après la mise en place d'un contrôle des capitaux, celui-ci ne pouvant pas être totalement efficace.

Le problème auquel le Front national n'échappera pas sera donc de couvrir le déficit en devises, que sa politique aura fait exploser. La Russie de Monsieur Poutine est trop petite et trop déficitaire elle-même pour aider. Les gens avec qui il faudra traiter sont ceux qui ont des excédents en devises (les pays du Golfe, les Chinois, les Allemands...) ou ceux qui peuvent créer de la monnaie internationale, le FMI. On peut sourire de l'humiliation que s'imposeront alors les émissaires du Front national, hier encore fervents partisans du retour à la « souveraineté monétaire ». Mais on peut surtout s'inquiéter des ajustements politiques qu'exigeront ces créanciers en devises pour mettre fin à la spirale des dévaluations : outre des taux d'intérêt usuraires, une politique de rigueur brutale pour comprimer la demande jusqu'au point où se rétabliront les équilibres extérieurs. Là encore, ce sont les plus fragiles qui paieront.

LES EFFETS D'UNE SORTIE DE L'EURO SUR LA DETTE PRIVEE

La sortie de l'euro n'aurait pas que des effets sur la charge et la valeur de la dette publique : elle aurait aussi des effets très rapides sur la dette privée, celle des ménages et celle des entreprises non financières. Ces dettes privées représentent en 2016 un total de 2 800 milliards d'euros (1250 milliards pour les ménages et 1540 milliards pour les entreprises non financières), auxquels il faudrait encore ajouter la dette privée des entreprises financières. **Cette fois-ci, aucune loi souveraine ne permettrait de convertir en monnaie nationale la part de ces dettes souscrite en droit étranger.** La dette souscrite en droit étranger représenterait entre le tiers et la moitié des dettes des entreprises ; elle devra être remboursée en monnaies fortes. Les entreprises qui ont des dettes en monnaies fortes et des actifs ou des chiffres d'affaires en francs devront faire face à une augmentation brutale de leur taux d'endettement : certaines deviendront insolvables et feront faillite. Quant à la dette de droit français détenue par des étrangers, elle pourra être convertie en francs, mais alors les agences de rating et les investisseurs internationaux constateront un défaut de paiement, ce qui aura pour effet de fermer l'accès de ces entreprises au marché des capitaux. Le cas s'est déjà présenté lors de la redénomination argentine : les entreprises qui le peuvent décident de maintenir leur dette en monnaie forte, et en même temps leur crédit, et font les efforts qu'elles doivent pour rester solvables. Les autres, celles qui sont orientées vers le marché national, font défaut et

perdent pour 10 ans tout accès au marché de la dette. L'impact est massif dans les deux cas sur l'activité et l'emploi.

L'OFCE a récemment quantifié en pourcentage du PIB le poids de la dette des entreprises non financières et des ménages qui resterait libellée en euros : 33% du PIB dont 17% de dette à court terme ; pour les entreprises financières le poids de leur dette restant en euros représente 42% du PIB dont 8% à court terme¹⁹. Ces masses sont considérables. Certes, quand on fait la balance entre les dettes et les actifs qui resteraient libellés en euros, d'un point de vue macro-économique, les agents nationaux ont plus d'actifs que de dettes en euros, donc un bilan net positif. Mais ces chiffres agrégés ne sont pas de nature à rassurer car ils ne rendent compte ni des fortes disparités entre les acteurs, ni des désordres que susciteraient, au niveau micro-économique, les faillites des plus exposés et leurs effets en cascade sur leurs fournisseurs et leurs clients. En outre, une part des actifs en euros sont des créances sur les pays du Sud qui, en cas d'éclatement de la zone euro, dévalueront aussi.

La sortie de l'euro n'a donc pas d'effet seulement sur la dette publique. Elle entraîne dans l'économie privée une redénomination anarchique, donnant lieu à de nombreux contentieux, de toutes les créances, de toutes les dettes, de tous les actifs et de tous les prix. De ce choc résulterait une hausse des faillites, une disruption des chaînes de valeur, une baisse de l'activité et une hausse du chômage.

UNE NOUVELLE CRISE FINANCIERE

La sortie de la France l'euro, si elle s'accompagnait de la redénomination de la dette publique, serait sans doute le plus grand défaut de l'histoire moderne, entraînant des effets en chaîne dans toute l'économie mondiale.

Reprenons les ordres de grandeur. Le défaut argentin portait sur 100 milliards de dollars, le défaut grec sur 200 milliards de dollars, le défaut de Lehman Brothers sur 600 milliards de dollars. Ces défauts n'ont pas seulement impacté le système financier, mais à travers lui l'économie réelle, et la situation des plus modestes.

Le défaut de la France porterait, lui, sur quelque 2 000 milliards dollars de dette publique, sans compter la part de la dette privée qui serait en défaut. Certes, la dette publique française et les entreprises de notre pays ne sont pas, autant que les banques d'affaires américaines en 2008, au centre du système d'interconnexion mondial des flux de capitaux. Mais en raison de sa taille, on ne peut exclure que l'impact mondial du défaut français soit du même ordre de grandeur que celui de la crise de 2008, voire pire. Sauf que, cette fois-ci, ce serait notre économie qui serait à l'épicentre du séisme induit.

Le premier effet porte évidemment sur le **secteur bancaire**. Celui-ci porte à son actif des créances françaises dévaluées, des créances sur l'étranger réévaluées, des dettes de l'étranger réévaluées... : personne ne sait quel est le bilan net immédiat sur la solvabilité de chaque banque, chose particulièrement **dangereuse pour la confiance. Ce qui est clair, c'est que les passifs courants,**

¹⁹ Cédric Durand et Sébastien Villemot, « Effets de bilan d'un éclatement de l'euro », <http://www.ofce.sciences-po.fr/blog/effets-de-bilan-dun-eclatement-de-leuro/>

c'est-à-dire les comptes bancaires des particuliers, les livrets A, l'épargne populaire, tout cela passerait en francs Le Pen.

Dès avant l'arrivée effective au pouvoir du Front national, la certitude d'une dévaluation et l'inquiétude sur la solvabilité des banques provoqueraient une fuite des capitaux vers l'étranger et un « *bank run* ». Les plus riches transféreraient leurs avoirs sur leurs comptes à l'étranger, préférablement en devises. Les entreprises aussi. Les autres essaieraient de convertir leurs encaisses à la banque en actifs réels ou en billets. Tout cela a été observé en Grèce (jusqu'à l'explosion du chiffre d'affaires des bijouteries !) et devrait conduire comme en Grèce à instaurer un contrôle des capitaux avec l'étranger et à rationner les liquidités, en limitant les retraits de billets ou certaines dépenses, afin d'éviter que les banques deviennent illiquides quand elles sont solvables. Quant à celles qui ne sont pas solvables parce que leurs passifs ne sont plus dans la même monnaie que leurs actifs, ou parce qu'un trop grand nombre de leurs clients est en défaut, il faudra les nationaliser, ce qui accroîtra la dette publique.

Moins liquides et moins solvables, les banques réduiront le crédit, qui sera de toute façon plus cher du fait de la remontée des taux. L'augmentation des taux souverains se répercuterait sur les taux de crédit aux particuliers et aux entreprises qui financeraient plus difficilement leurs investissements immobiliers et leurs projets de consommation. Par exemple, 2% d'intérêt en plus sur un prêt immobilier de 150 000 euros sur 15 ans pour acquérir un pavillon dans un département du centre du pays se traduiraient par un surcoût du crédit de plusieurs dizaines de milliers d'euros, voire le doubleraient par rapport à la situation actuelle²⁰, affectant particulièrement les nouveaux accédants et les ménages endettés à taux variables.

Le Front national porterait aussi la responsabilité de déprécier le patrimoine des détenteurs d'assurance-vie, notamment pour les fonds « en euros », qui sont ceux qui sont les plus détenus par les classes moyennes. Ces fonds mutualisent plusieurs générations d'obligations publiques et privées, ce qui leur permet de rapporter aujourd'hui autour de 2% après les frais, soit plus que les emprunts d'Etat. Si les taux remontent brutalement, et s'il y a des pertes en capital sur ces dettes, ils ne seront plus intéressants face aux nouveaux emprunts, ou aux actifs réels ; les épargnants chercheront à en sortir, mais les assureurs ne pourront pas faire face à un rachat massif. Il faudra donc bloquer les retraits, comme le permet la loi Sapin 2.

Le Front national peut bien sûr se dire que ses clientèles électorales ne seraient pas les premières concernées, mais il aurait tort de ne pas y réfléchir à deux fois. Presque tout le monde dispose d'un compte en banque, et beaucoup d'une épargne de précaution. Les 60% de français propriétaires sont pour la majorité endettés, souvent à taux variables. Plus d'un ménage sur trois dispose d'au moins un contrat d'assurance-vie (36% en 2015 selon l'Insee). Certes, ils sont plus nombreux chez les cadres que chez les ouvriers. Mais cette pratique concerne tout de même 29% des employés, près de 28% des ouvriers qualifiés et 54% des agriculteurs. Surtout, c'est la forme d'épargne la plus

²⁰ Un emprunt immobilier de 150 000 euros sur 15 ans à un taux d'intérêt de 1,45% (et un taux d'assurance de 0,36%) revient à un coût total du crédit de 25 000 euros. Le même emprunt à un taux de 3,45% (+2 par rapport à aujourd'hui) revient à doubler le coût total du crédit en le portant à 50 500 euros, soit l'équivalent de plus de deux ans de travail payés 1,5 fois le smic (net).

sollicitée chez les retraités : 42% des 60-69 ans disposent d'au moins un contrat d'assurance-vie et plus de 40% des avoirs placés en assurance-vie sont détenus par des plus de 65 ans.

Comme toujours, ce genre de phénomènes – chocs monétaires, chocs bancaires – entraîneraient en même temps de terribles inégalités. Les plus riches, les plus informés et les mieux conseillés n'attendront pas ces complications pour mettre à l'abri leurs investissements financiers. Ceux qui travaillent pour l'exportation et les marchés internationaux pourront réévaluer leurs revenus pour maintenir leur pouvoir d'achat. Ceux qui ont des appartements dans les beaux quartiers de Paris ou des villas au bord de la mer garderont ces actifs dont la valeur reviendra à terme à son niveau en devises, puisqu'ils sont achetés par des étrangers ou des gens qui gagnent des devises. Ce sont les autres qui paieront : **les petits épargnants, les retraités** qui verront fondre en silence leurs économies ; **ceux qui seront victimes de la nouvelle vague de chômage** provoquée par la crise ; **ceux dont les revenus resteront en francs Le Pen** et qui continueront à consommer des produits importés ; ceux enfin qui sont **propriétaires de logements modestes hors des centres** qui ne seront jamais achetés que par les gens qui gagnent des francs.

A la fin, le franc Le Pen n'aura rien fait que dévaluer l'épargne et le pouvoir d'achat des plus modestes, tout en provoquant une nouvelle crise financière et une montée du chômage.

Une dernière précision s'impose : **l'ordre chronologique de réalisation des risques liés à une sortie de l'euro pourrait être exactement l'inverse de l'ordre de présentation retenu dans cette note à des fins pédagogiques.** En réalité, l'effet immédiat de redénomination des créances et des dettes, qui porte sur plusieurs fois le PIB, joue avant l'effet progressif de la dévaluation sur les prix des importations et des exportations, qui ne joue lui-même que sur une fraction du PIB. Et cette redénomination sera anticipée dès que l'arrivée au pouvoir du Front national deviendra probable, puis certaine. Les Français n'auront peut-être même pas le temps d'expérimenter les effets d'une dévaluation monétaire sur leur pouvoir d'achat : la crise financière et ses effets réels joueront à plein, tout de suite, sur des masses plus importantes, et la crise – monétaire, économique, politique – installera une situation proprement révolutionnaire avant même que l'expérience de la dévaluation puisse être tentée.

CONCLUSION

Voilà le tableau général de ce qui pourrait arriver aux plus modestes et aux plus vulnérables en cas de victoire du Front national et de sortie de l'euro. Pour eux, cela signifierait une baisse significative de pouvoir d'achat, une augmentation du risque de chômage, une probable augmentation des prélèvements obligatoires à terme et/ou une réduction de l'offre de services publics, une plus grande difficulté d'accès au crédit et enfin une érosion sérieuse de la valeur de leur épargne.

Au total, le Front national qui se présente partout comme le « parti du peuple » est en réalité le pire ennemi des gens ordinaires, des travailleurs modestes et des petits épargnants. Au nom de la

« souveraineté retrouvée », il conduirait au désordre et à une perte de contrôle sans exemple depuis la guerre. Le chemin de notre souveraineté, c'est-à-dire au final d'une plus grande maîtrise de notre destin national, passe au contraire par l'euro et par l'Europe. La monnaie unique est certainement imparfaite et incomplète et la zone euro appelle assurément d'importantes réformes, mais en sortir comme le propose le Front national serait la pire des solutions.